

进入宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺供应链！

这条产业链，背后什么逻辑？

今天我们要研究的这个赛道，属于我们的汽车产业链研究系列报告。这个领域，对产业链至关重要，是发动机五大核心零部件之一。首先，当市场对汽车的关注度全部聚焦在新能源汽车上时，其实，每年有 95% 以上的汽车仍使用的是燃油发动机；其次，在全球精细化分工的趋势下，BBA 系豪华车的核心零部件已经逐步国产化。再次，这个零部件的优劣，直接关系到汽车的驾驶体验。

在这条产业链上，有这么一家细分龙头，上市至今表现较为低调，直到近期披露半年报数据，营业收入同比增长 6.31%，净利润同比增长 21.92%。业绩超预期之下，拉出涨停。并且，自 2 月初低点以来，其已经稳步上涨接近 50%。



图：股价（单位：元）

来源：WIND

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.nblax520.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

扫码加微信lax98988领取资料



全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注 学习)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
14、李熙墨 3999 全套课
15、妖精性爱课 2888
16、李银河全套性课
17、领统统性课
18、德勇男性篇
19、德勇男性篇
20、缓慢性爱
21、亚当多体位搭配篇
22、亚当多体位结合篇
23、德勇克服早泄讲座练习
24、德勇以女性为中心得爱抚
25、加藤鹰接吻爱抚舌技
26、加藤鹰指技
27、加藤鹰四十八手入门
28、佐藤潮吹教学
29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30、佐藤男人早泄对抗训练
31、阿拉伯延时训练
32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

它，就是福达股份。本案通过持续在曲轴市场深耕，成功进入宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺日产、上汽通用、康明斯等国际厂商的供应链。

2019 年，其营业收入为 15.15 亿元，净利润为 1.42 亿元，毛利率为 24.22%、净利率为 9.39%，ROE 为 6.59%。2020 年半年报，其营业收入为 8.03 亿元，同比增长 6.31%，净利润为 0.89 亿元，同比增长 21.92%，ROE 为 4.11%。

看到这里，在做研究之前，几个值得我们深思的问题来了：

- 1) 曲轴作为发动机五大核心零部件之一，影响本案收入的核心驱动力，到底在哪？
- 2) 除了商用车和乘用车之外，还有哪些高端制造市场对曲轴需求较大，本案是否有布局？
- 3) 在前期的波动之后，如今现在的估值，到底是贵了？还是便宜了？

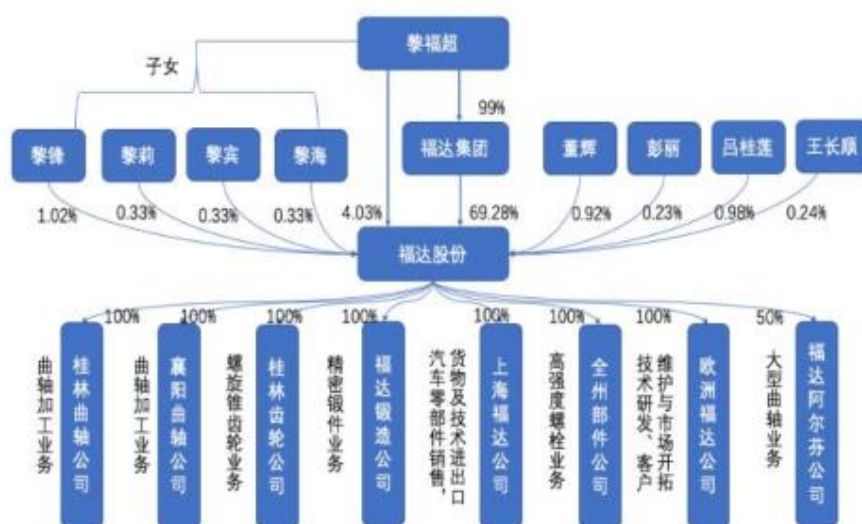
今天，我们就以福达股份入手，来研究汽车零部件行业的估值建模逻辑。对于相关行业，之前我们研究过的，还有福耀、宁德、上汽、吉利、继峰等，可订阅我们的“核心产品一：专业版报告库”，获取之前我们做过的研究报告、部分重点案例 EXCEL 财务模型，以及数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —

龙头，模式



本案成立于 2000 年，2014 年登陆上交所，主营业务为汽车、工程机械、农机、船舶等动力机械发动机曲轴、离合器、螺旋锥齿轮、精密锻件和高强度螺栓等，控股股东为福达集团，持股比例 69.28%，实际控制人为黎福超，持股比例 73.31%。



图：股权结构

来源：塔坚研究

来看近三年一期的财务数据：2017 年-2020 年半年报，其营业收入分别为 13.34 亿元、14.05 亿元、15.15 亿元、8.03 亿元；净利润分别为 1.36 亿元、1.12 亿元、1.42 亿元、0.89 亿元；经营活动现金流净额分别为 0.09 亿元、

3.14 亿元、3.47 亿元、1.64 亿元。从盈利能力来看，毛利率分别为 24.68%、22.56%、24.22%、25.47%；净利率分别为 10.21%、7.98%、8.80%、11.03%。

从业绩增速来看，2017-2019 年营业收入复合增速为 6.57%，净利润年复合增速为 2.18%。2020 年半年报，其营业收入为 8.03 亿元，同比增长 6.31%，净利润为 0.89 亿元，同比增长 21.92%，在新冠事件的冲击下，仍实现了双增长，并且，盈利能力有所改善。



图：公司产品

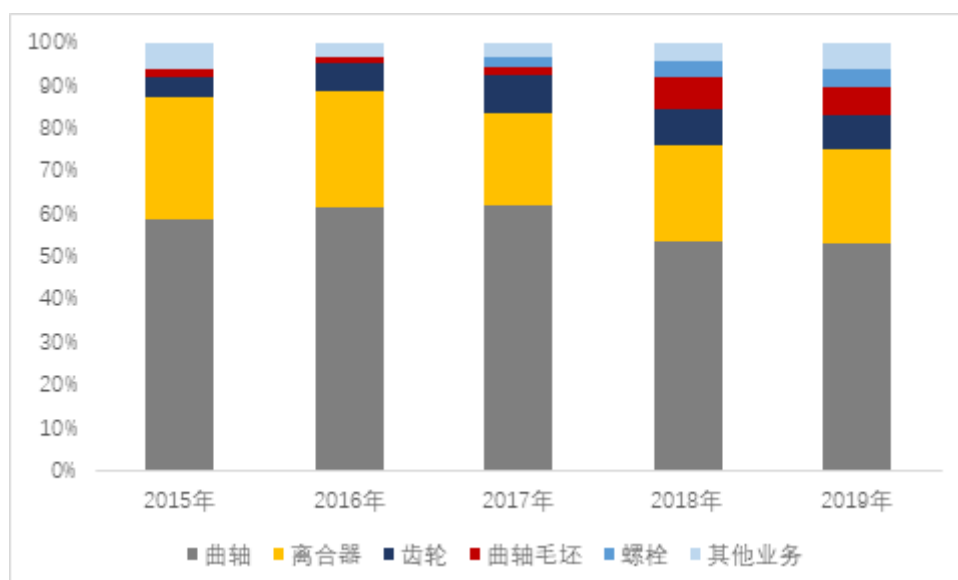
来源：公司官网

本案主要生产汽车零部件，包括发动机曲轴、离合器、螺旋锥齿轮、精密锻件和高强度螺栓等。

从收入结构来看, 2019 年 52.91%来自曲轴业务、21.99%来自离合器、8.14%来自齿轮、6.72%来自曲轴毛坯、3.93%来自螺栓、剩下 6.32%来自其他业务。

从近五年数据来看, 曲轴是其主要收入来源。

其客户涵盖欧系、美系、日系多家国际知名厂商, 主要包括奔驰、宝马、沃尔沃、上汽通用、雷诺日产、日本日野、日本洋马、MTU、舍弗勒等国际知名厂商。



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究

福达股份, 其产品结构逐步从商用车、乘用车用发动机曲轴, 升级为价值含量更高的船舶、核能发电等大型设备的曲轴产品。其主要业务分为四类：

曲轴：是发动机五大核心零部件（缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴）之一，其功能是将活塞的往复运动转化为旋转运动，提高发动机的可靠性。

离合器：用于连接发动机和变速箱，控制两者的分离与接合，主要作用是使发动机与变速器之间能逐渐结合，保证汽车的稳定性。

齿轮：机械传动系统中的关键零件，其作用是把传动轴传来的力按一定的传动比由主动齿轮传递给从动齿轮，实现较大的减速比和传递作用，从而使汽车达到减速、加速、变向等动作。

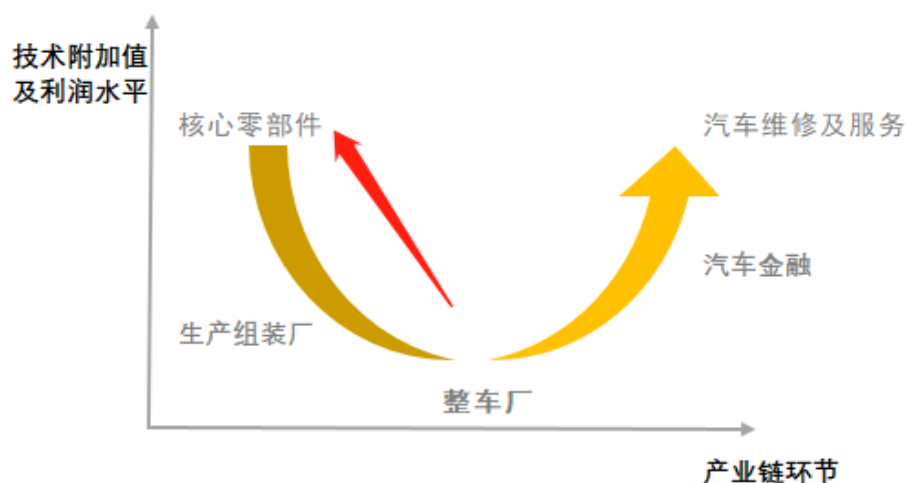
螺栓：有标准件和紧固件，用于固定、连接各种结构件。

从汽车产业链视角来看，技术附加值呈现一个“微笑曲线”。本案，位于微笑曲线两端，技术附加值高：

上游为原材料，主要包括钢铁、毛坯件、橡胶、塑料、有色金属、电子元器件、装备制造等行业。

中游为汽车零部件，可分别动力总成、车身附件、内外饰件、汽车电子等几大板块，代表公司有福耀玻璃、福达股份、拓普集团等。

下游为整车制造、汽车销售，代表公司有上汽集团、中升股份（汽车经销商，毛利率 9.26%）、永达汽车等。



图：汽车产业链微笑曲线

来源：并购优塾

2017 年至 2019 年，其前五大客户加总的销售收入占营业收入比例分别为 61.64%、53.47%、51.11%；前五大供应商加总的采购额占年度采购总额的比例分别为 56.06%、42.75%、47.43%。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从产业链上下游公司的资产结构来看，固定资产占比和应收账款占比较高的是上游原材料供应商和中游汽车零部件公司，其中宇通客车由于下游客户为政府机构占比较高。存货占比较高的是上游原材料供应商，以及下游汽车销售企业。

对比同行业零部件公司，福达股份投入固定资产较高，但其存货、效率却位于同行业较低水平，说明产能未充分发挥；其次，作为零配件公司，应收账款占比较高，这一点也符合行业特征。

产业链	可比公司	总资产	货币资金占比	固定资产占比	应收账款占比	存货占比
上游（钢铁、毛坯件、橡胶	宝钢股份	3396.33	3.96%	43.41%	3.20%	11.87%
	天汽模	58.70	8.94%	17.02%	19.55%	16.13%
	顺络电子	63.04	7.33%	44.90%	15.63%	8.68%
中游（汽车零部件）	华域汽车	1391.27	23.60%	16.10%	16.76%	7.99%
	福耀玻璃	388.26	21.52%	37.40%	8.90%	8.45%
	浙江仙通	11.97	21.16%	23.16%	19.15%	9.36%
	福达股份	32.11	4.75%	48.64%	13.74%	12.91%
	旭升股份	24.97	14.75%	29.88%	7.34%	11.92%
	拓普集团	112.34	7.32%	35.08%	12.08%	11.04%
	科博达	39.34	5.76%	14.26%	19.97%	16.36%
	潍柴动力	2368.32	20.61%	11.11%	6.03%	10.44%
下游（整车制造、汽车销售）	均胜电子	569.25	11.56%	22.76%	14.55%	12.80%
	上汽集团	8493.33	15.05%	9.78%	4.87%	6.40%
	广汽集团	1374.10	23.46%	12.72%	2.52%	5.04%
	宇通客车	366.19	12.89%	10.37%	37.85%	11.95%
	中升控股	630.24	9.68%	19.61%	2.32%	15.59%
	永达汽车	354.75	7.14%	17.21%	19.30%	15.86%

图：同行业资产结构对比（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

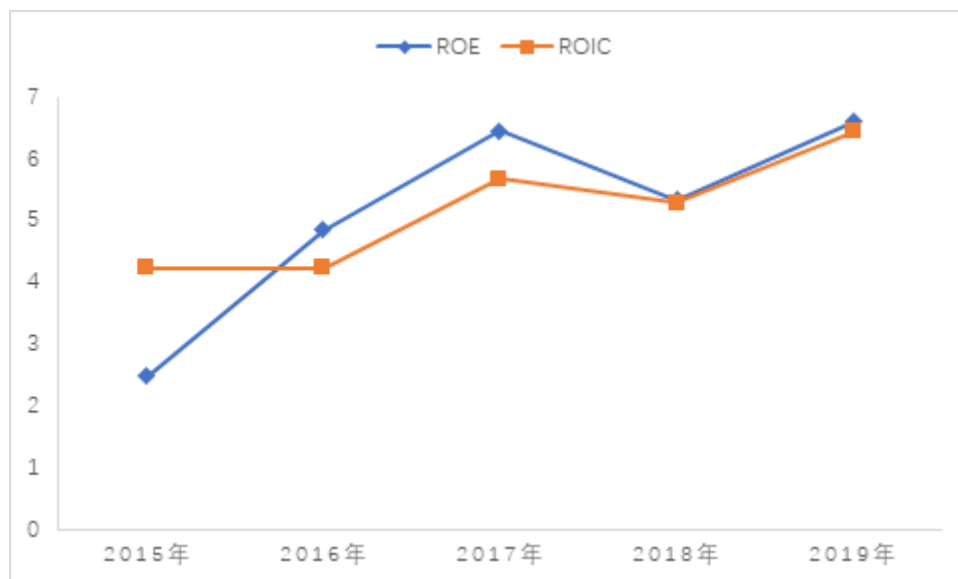
从利润结构来看，营业收入规模排在首位的，是下游整车制造的上汽集团。福耀玻璃、旭升股份、科博达等中游汽车零部件在产业链中有较高的毛利率和净利率。

从整个产业链来看，中游的汽车零部件企业平均毛利率水平较高，主要是因为汽车零部件中的功能件存在较高的技术壁垒，同时转化成本较高，导致附加值更高。

产业链	可比公司	营业收入	净利润	经营活动现金流	毛利率（%）	管理费用率（%）	销售费用率（%）	研发费用率（%）	财务费用率（%）	净利率（%）
上游（钢铁、毛坯件、橡胶	宝钢股份	2920.57	134.69	295.04	10.88	1.91	1.16	3.04	0.84	4.62
	天汽模	21.69	0.82	1.53	16.91	6.46	2.58	3.35	4.23	3.79
	顺络电子	26.93	4.06	6.63	34.15	5.57	2.82	7.30	0.69	15.07
中游（汽车零部件）	华域汽车	1440.24	85.16	96.56	14.46	5.58	1.36	3.66	-0.04	5.91
	浙江仙通	6.42	0.97	1.21	36.37	6.04	8.67	4.79	-0.30	15.16
	福耀玻璃	211.04	28.98	51.27	37.46	10.36	7.02	3.85	0.10	13.73
	福达股份	15.15	1.42	3.47	24.22	4.17	4.64	5.12	1.95	9.39
	旭升股份	10.97	2.07	4.86	34.01	5.56	1.87	4.30	0.84	18.83
	拓普集团	53.59	4.60	12.39	26.29	4.29	5.36	5.87	0.06	8.58
	科博达	29.22	5.38	5.62	34.24	5.72	1.90	6.56	0.26	18.41
	潍柴动力	1743.61	119.07	238.35	21.80	3.96	6.45	3.00	0.13	6.83
下游（整车制造、汽车销售）	均胜电子	616.99	14.52	39.19	16.00	5.88	2.43	4.23	1.65	2.35
	上汽集团	8433.24	352.89	462.72	12.15	2.65	6.81	1.59	0.00	4.27
	广汽集团	597.04	67.11	-3.81	6.90	5.43	7.63	1.68	0.04	11.33
	宇通客车	304.79	19.61	53.40	24.35	2.72	9.17	5.82	0.69	6.43
	中升控股	1240.43	45.20	77.99	9.26	0.02	0.04	0.00	0.01	3.64
	永达汽车	627.07	15.69	41.09	9.35	0.02	0.04	0.00	0.01	2.50

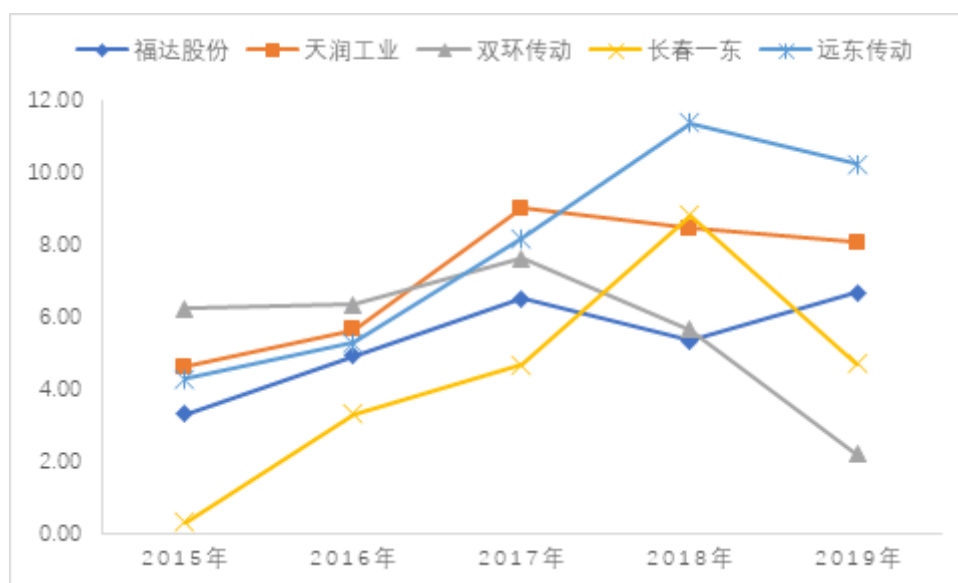
图：同行业利润结构对比（单位：亿元、%） 来源：塔坚研究

接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：



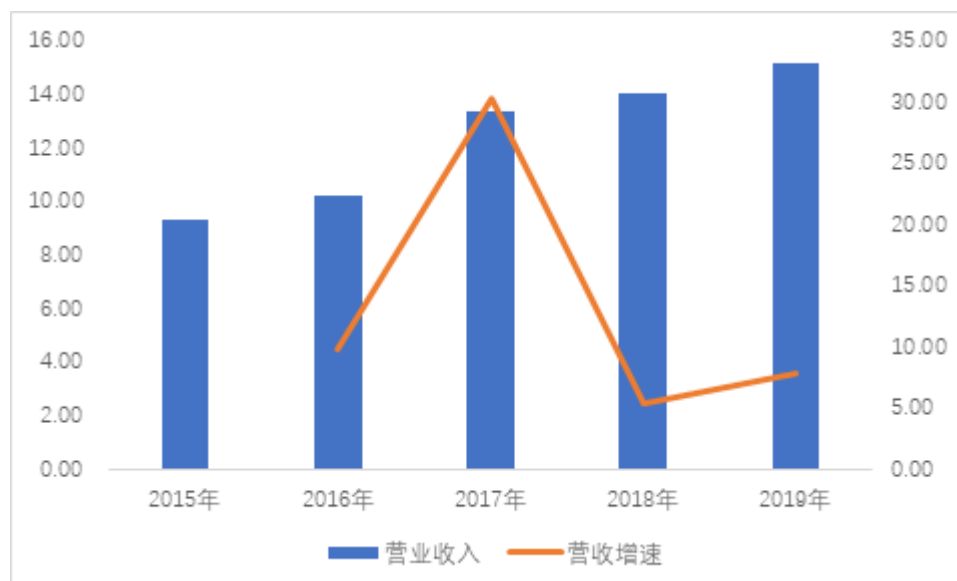
图：ROE VS ROIC (单位：%)

来源：塔坚研究



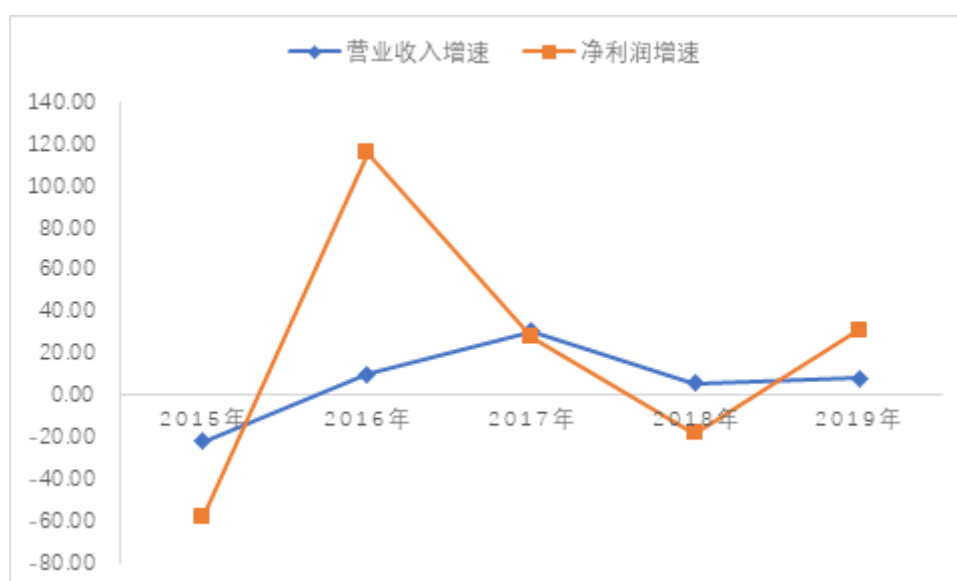
图：同行业 ROE 对比 (单位：%)

来源：塔坚研究



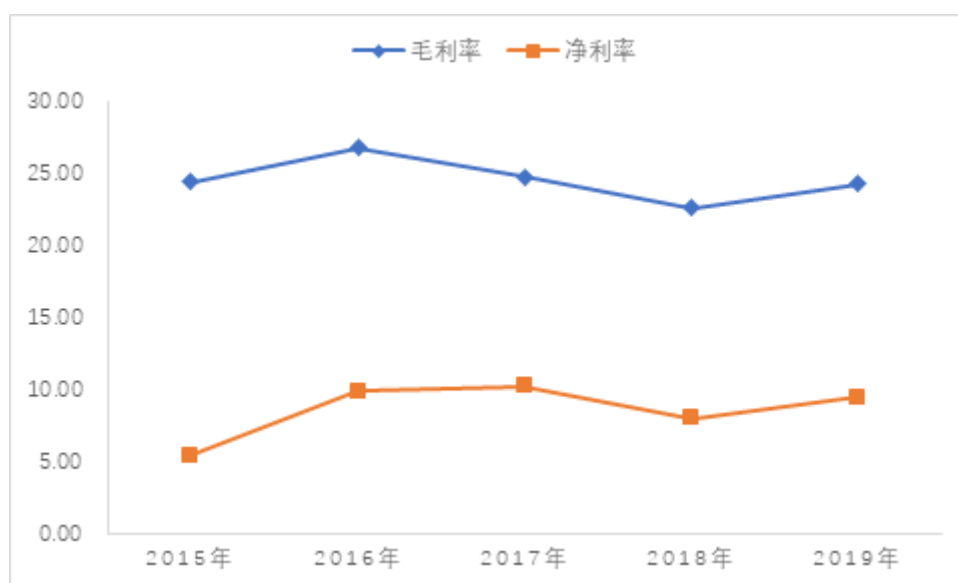
图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元、%）

来源:塔坚研究



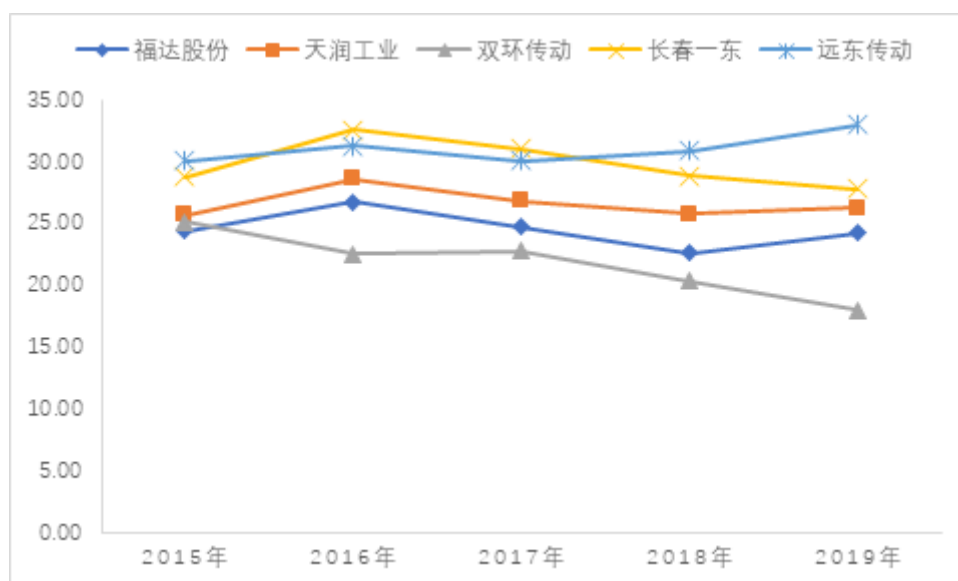
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



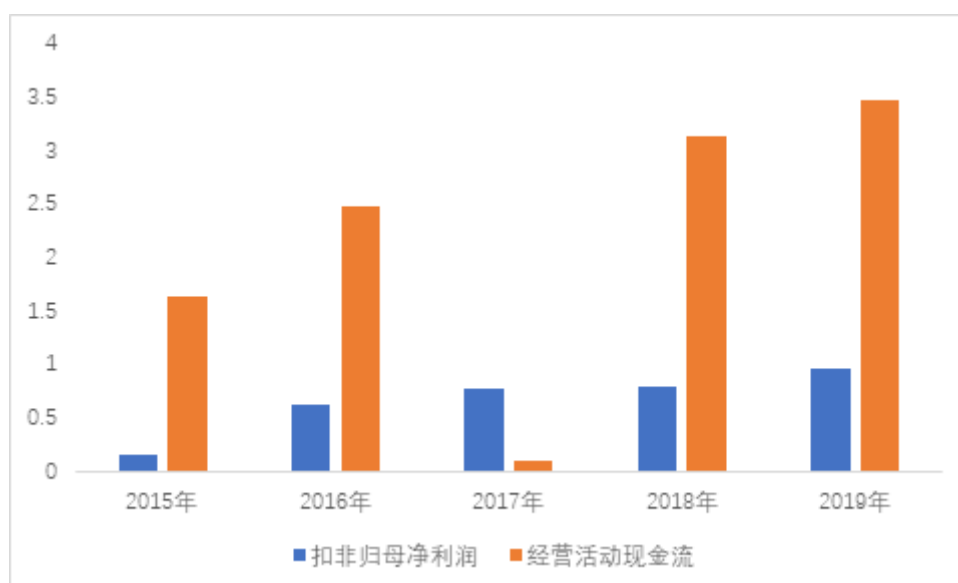
图：毛利率 VS 净利率 (单位：%)

来源：塔坚研究



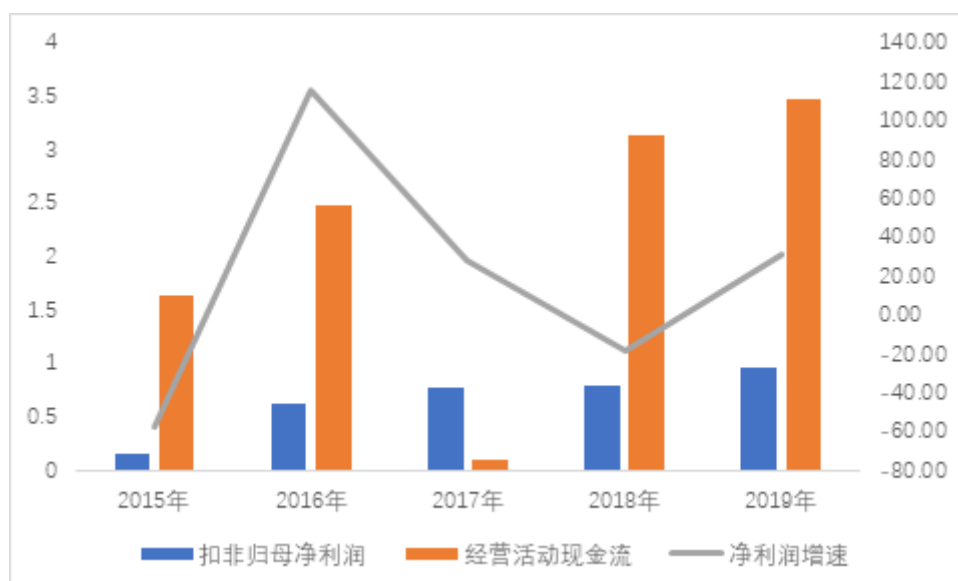
图：同行业毛利率 (单位：%)

来源：塔坚研究



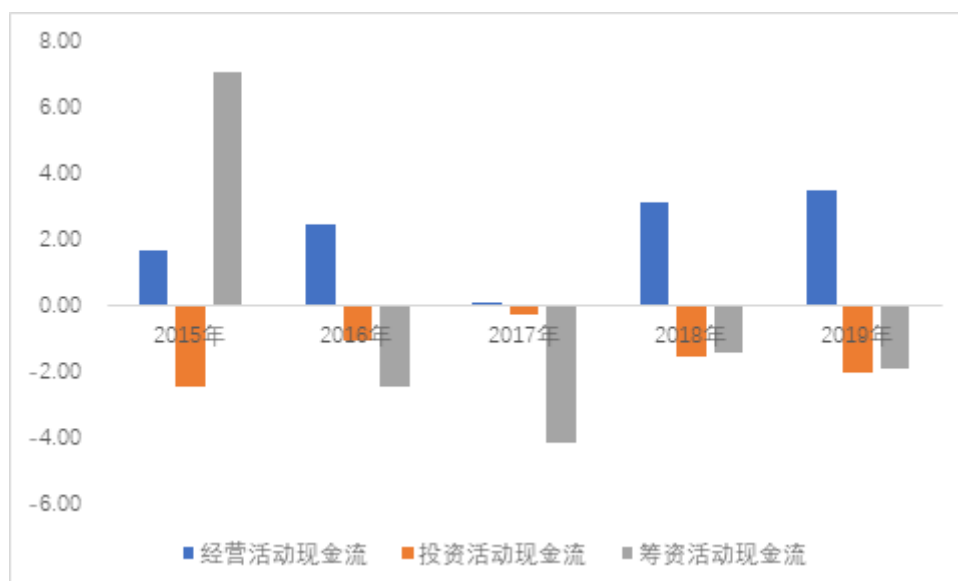
图：扣非归母净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



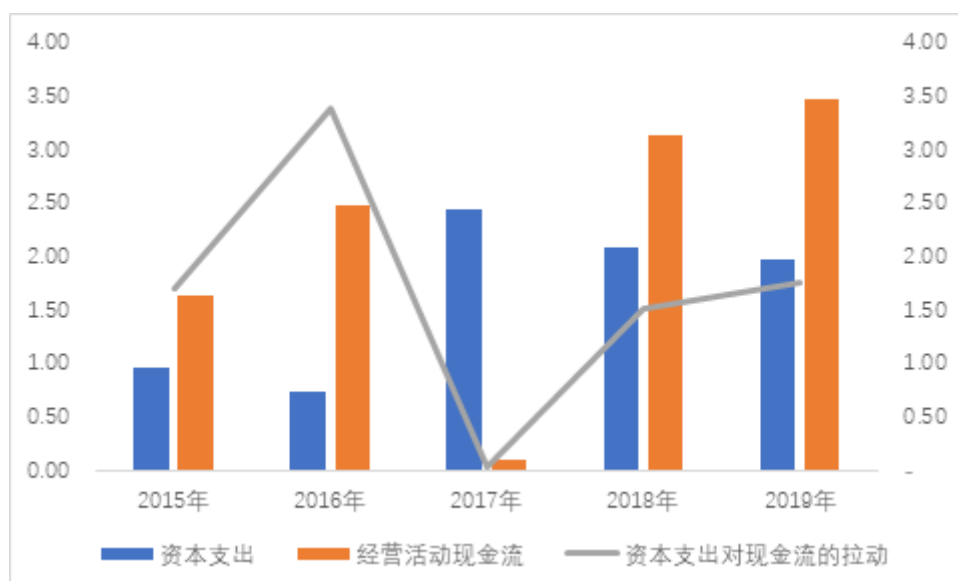
图：扣非净利润、净利润增速、经营活动现金流（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



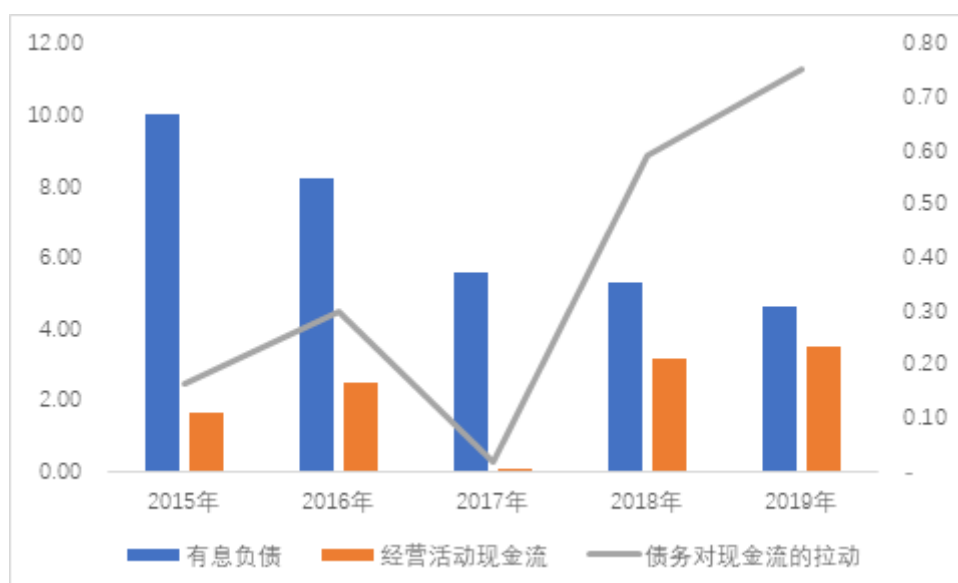
图：现金流（单位：亿美元）

来源：塔坚研究



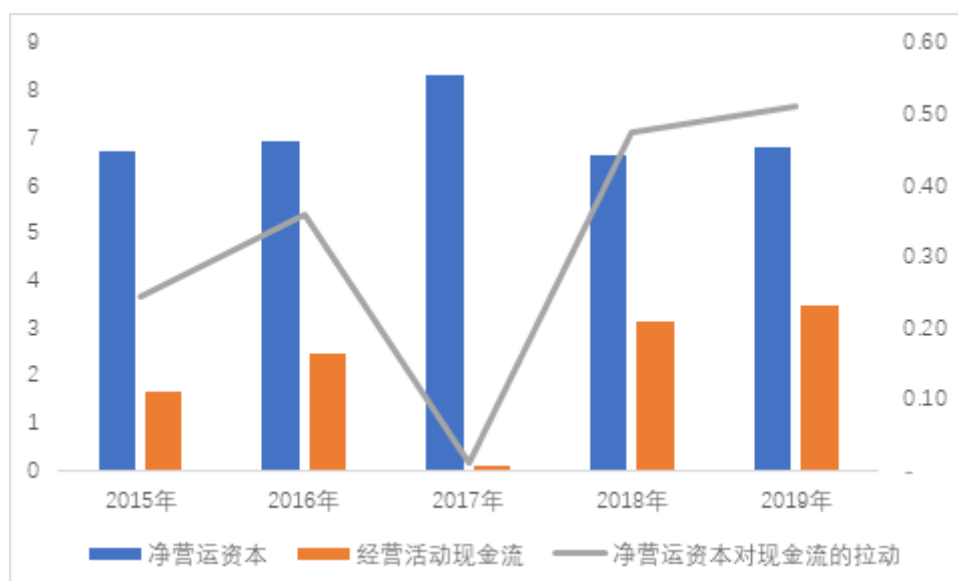
图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿美元、%）

来源：塔坚研究



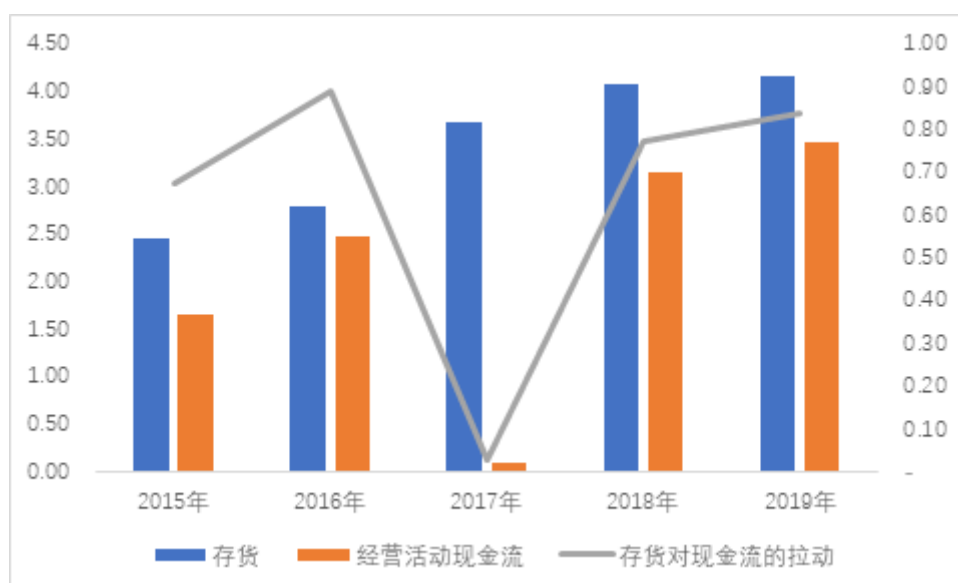
图：有息负债对现金流的拉动（单位：亿美元、%）

来源：塔坚研究



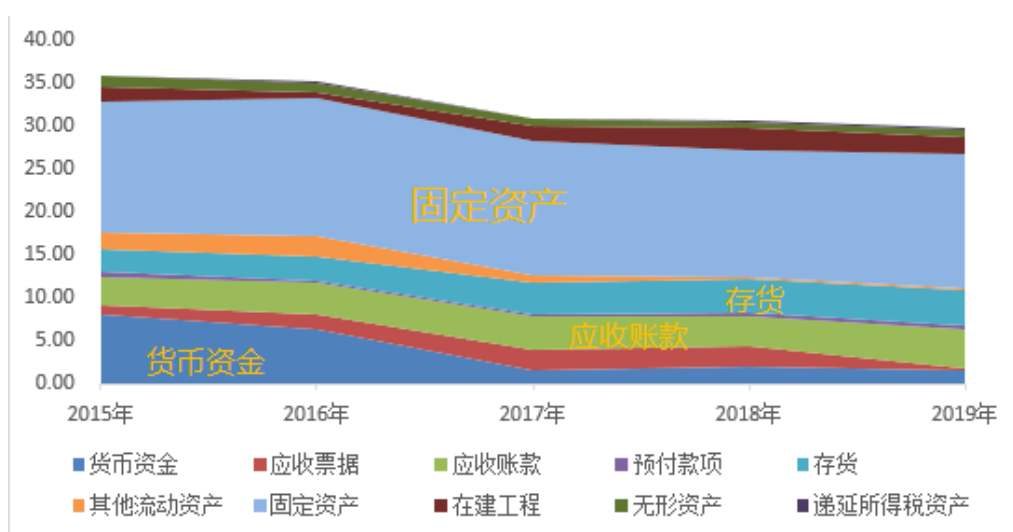
图：净营运资本对现金流的拉动（单位：亿美元、%）

来源：塔坚研究



图：存货对现金流的拉动（单位：亿元、倍）

来源：塔坚研究



图：资产结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —



回报分析



在塔坚的投研体系之下，对任何行业做分析的核心，都始于回报分析。

本案近三年，其 ROA 为 5%、4.6%、5.69%；ROE 为 6.48%、5.32%、6.67%；

ROIC 为 4.65%、4.06%、5.05%。

这个水平到底如何，我们来选取汽车同行业做个比较：

		2017年	2018年	2019年
ROE对比	福达股份	6.48	5.32	6.67
	天润工业	8.99	8.43	8.04
	双环传动	7.61	5.62	2.18
	长春一东	4.66	8.79	4.69
	远东传动	8.16	11.34	10.22
ROIC对比	福达股份	4.65	4.06	5.05
	天润工业	6.62	6.08	5.99
	双环传动	4.81	2.86	1.11
	长春一东	3.39	6.18	3.27
	远东传动	8.12	11.31	9.05
ROA对比	福达股份	4.06	3.52	4.43
	天润工业	6.00	5.45	5.36
	双环传动	4.22	2.53	0.93
	长春一东	3.63	5.60	3.94
	远东传动	7.14	9.81	7.98

图：投入回报对比（单位：%）

来源：WIND、塔坚研究

整体来看，可比公司中本案的回报率水平处于可比公司的平均水平，那么，未来，这个水平有没有可能发生改善？

从核心指标拆解来看，导致目前 ROIC 不突出的主要原因是总资产周转率。2019 年，福达股份的总资产周转率为 **0.47 次**，处于行业平均水平，同时，我们认为，改善的可能较大，也在此处梳理了其历史总资产周转率不高的原因，由于早年的自动化产能投建，也就是说，产能是现成的，只要有订单，周转率就有抬升的空间。而是否有足量订单，又取决于两件事：

1. 行业景气度；
2. 新客户导入。

其下游客户分为三类：重卡、乘用车、非道路机械。那么，我们重点来看，这三类客户，是否能够为其带来充足的订单。一旦这两个条件均具备，那么，其增长和 ROE 会同步提升，即呈现基本面的显著改善。

— 03 —



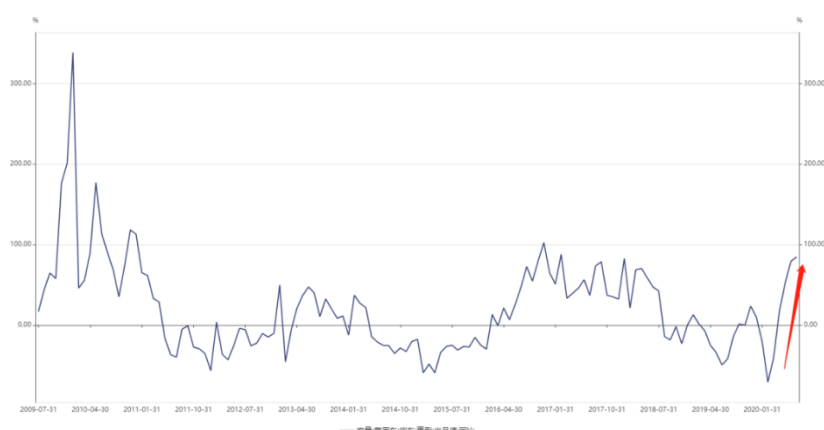
重卡，高景气



首先看商用车客户方面，该业务的收入的预测公式为：**商用车曲轴收入 = 商用车曲轴市场规模 * 福达股份市占率 * 价格**

驱动因子挨个来看：

商用车曲轴市场规模——商用车与柴油机曲轴配套比例为 1:1，因此曲轴市场规模直接受商用车销量驱动。我们直接采用柴油机月度销量这一高频数据，来及时跟踪商用车行业需求的景气度。2020 年 1-7 月，商用车产销分别完成 283.1 万辆和 283.2 万辆，同比分别增长 16.4%和 14.3%，2020 年 7 月份单月销量为 44.7 万辆，同比增长 59.4%。其中，7 月重卡销量为 13.9 万辆，同比上涨 83.9%。商用车行业具有较强的周期性，一般 3-4 年一个周期，2010 年、2013 年和 2016 年为周期高点，2012 年、2015 年为周期低点。这导致福达的业绩也出现了一定的周期性。目前，重卡行业处于高景气中，2020 年 7 月产量同比增速高达 84%。



图：重卡销量 来源：Wind

关于重卡销量，延续我们此前在商用车产业链报告中的研究，因受到基建刺激加替换周期的双重驱动，景气周期的持续时间会较长。从政策来看，由于在前一轮销售峰值期的重卡临近 10-15 年的强制报废期限，同时，全国各地开始实施国三标准限行政策，到 2020 年底，全国多地将淘汰国三及以下排放标准的

货车 100 万辆以上；2021 年 7 月 1 日所有城市重型柴油车都应符合国六标准。可见，未来 1 年到 1.5 年的时间，重卡在政策的指导下，有较强的替换逻辑，根据机构预测，在 2019 年的销量基数上，2020 年，重卡新增销量预计达到 121.2 万辆。

综上，短期来看，2020 年至 2022 年，因报废需求和国六标准的实施，将分别新增 121.2 万辆、106.1 万辆、105.5 万辆重卡的需求，同时，曲轴销量增速参照固定资产投资完成额增速和公路货运量增速的均值 5.5%；长期来看，曲轴销量从近五年全国社会物流总额增速的中位数 6.5%，逐渐下降至 GDP 增速的 5.7%。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
销量	535.78	565.25	596.34	629.14	670.03	712.69	757.11	803.30	851.23	900.88	952.23
新增需求		121.20	106.10	105.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增速		0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
曲轴销量	535.78	686.45	702.44	734.64	670.03	712.69	757.11	803.30	851.23	900.88	952.23

图：曲轴市场规模估算（单位：万根）

来源：塔坚研究

由此，估算得出，2020 年至 2022 年，柴油机曲轴的市场规模分别为 686.45 万根、702.44 万根、734.64 万根。研究至此，曲轴的市场规模预测完毕。接下来我们看本案曲轴市占率。

— 04 —



市占率

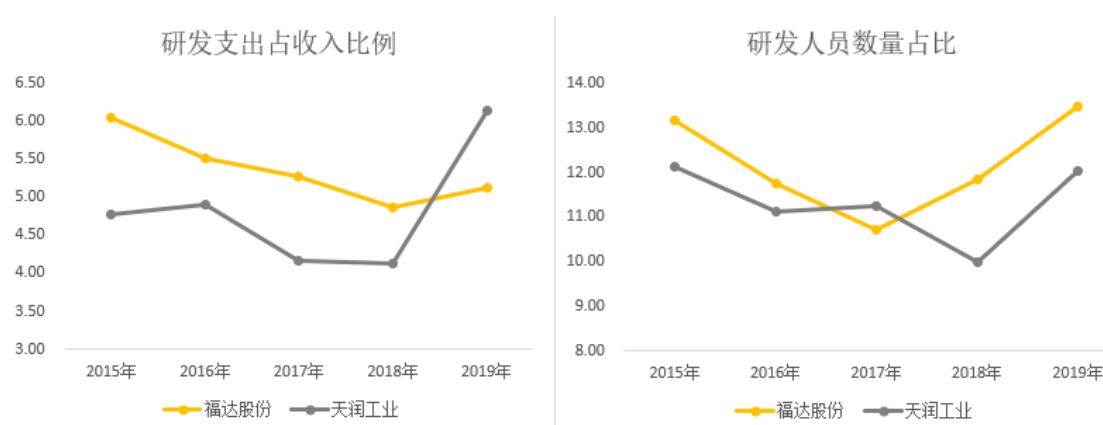


全球市场上，生产和研发曲轴的主要企业有德国蒂森克虏伯、日本住友、印度巴勒特等少数几家巨头、国内规模相对较大的上市公司仅有福达股份、天润工业两家。2017 年-2019 年，全国柴油机销量分别为 555.61 万台、535.68 万台、535.78 万台；福达股份曲轴销量分别为 111.19 万根、84.48 万根、90.34 万根，由于一台柴油发动机对应一根曲轴，由此估算其 2019 年市占率大约在 11.8%左右，天润工业大约为 22.94%。福达股份 VS 天润工业，未来谁的市占率更有提升的逻辑？

我们从以下两个维度分析：

1.客户绑定方面，两家重合度不高。 国内商用车客户中，福达股份深度绑定的商用车龙头有玉柴股份、东风康明斯、陕西重汽（潍柴）、日本日野、东风商用车、东风柳汽、广西康明斯、上汽依维柯红岩等客户。天润工业主要配套的整车厂有潍柴、锡柴、上柴等多家主机厂。从商用车的客户结构情况来看，两家公司的重合度不高，前者主要供应玉柴、东风康明斯，后者主要绑定的是潍柴、锡柴。另外，国际客户方面，本案已经开发美国康明斯、卡特彼勒等国际客户，但天润工业也同样是以上客户的供应商，因此，两者在客户绑定上并不存在明显的优劣，福达客户结构中，外资厂商相对更多。

2、研发力度，福达股份研发投入占比高于天润工业。 2015 年-2018 年，福达股份的研发支出占总营业收入比重在 5%-6%之间，研发支出占比高于天润工业比例，天润工业 2019 年研发支出大幅提升主要是研发新产品空气悬架。从研发人员数量站总人数上看，福达股份占比 13.47%，天润工业占比 12%。



图：研发投入 来源：并购优塾

基于曲轴行业集中度呈现越来越高的趋势，预计本案存在市场份额提升的逻辑，对于本案未来的市占率，我们分乐观与保守两种情况。乐观情况下，本案不断引进先进生产设备和工艺技术，同时基于产能优势，当下游景气度持续向上时，福达能够及时满足客户需求，从而市场份额逐渐提升，预测期内，随着行业集中度的提高，市场份额将达到目前行业龙头市占率的 22%。保守情况下，新业务拓展和新客户认证不及预期，市占率维持目前 11.8%的水平。

整体来看，商用车部分目前处于高景气中，且竞争格局较好，接下来，重点来看福达股份的乘用车曲轴业务。

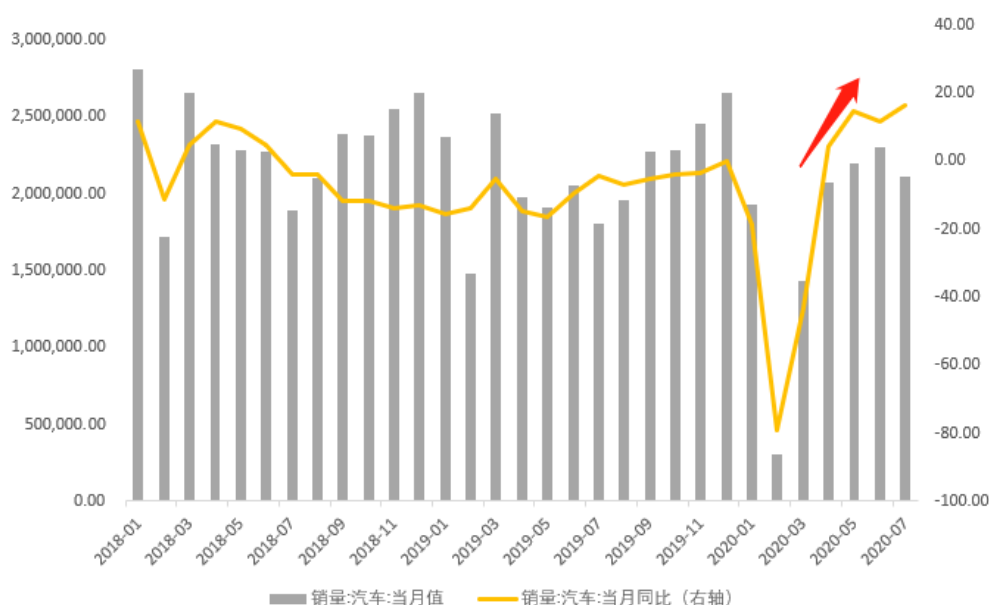
— 05 —



乘用车曲轴



本案，乘用车用曲轴收入占比 16.8%，2019 收入为 1.36 亿元，同比增长 6.25%，供货量较大的主要客户有吉利、比亚迪等国内整车厂商。**对于乘用车曲轴，短期驱动力来自下游乘用车的景气度，长期驱动力则要看福达新客户开发情况。**2020 年 7 月，我国乘用车销量为 166 万辆，同比上升 8.51%，已从 2 月份的下滑 80% 快速回升到，整体来看，乘用车回暖趋势明显。



图：乘用车销量（单位：辆） 来源：塔坚研究

但在行业景气度之外，我们还需要重点关注的是，乘用车中，细分的豪华车的销量增速更快，根据乘联会数据显示，2020 年 5 月 6 月国内豪车市场销量分别为 23 万辆、24 万辆，同比增速为 35.29%、33.33%，远高于整体乘用车市场增长，并且，按照业界的共识来看，豪华品牌对于零部件的价格容忍度更

高，零部件的价值量也更高，且坏账风险较小。因此，对于本案来说，如果能获取豪华乘用车的订单，对于乘用车行业景气度的敏感度，就会大幅下降，但注意，在实操中，这存在巨大的障碍。

根据过往的行业内调研，乘用车燃油车发动机零部件，作为燃油车的核心赛道，基本没有纯国产的供应商，玩家基本为外资或合资，因此，参照过去的经验，这样的路径是走不通的。

但我们发现，本案存在一个非常突出的情况：自 2017 年开始，福达股份通过了宝马、奔驰、雷诺、沃尔沃等国际整车厂的审核认证，目前已经开始为奔驰、沃尔沃供货，并于 2019 年进入宝马供应链，预计 2022 年底开始供货。

注意，从公告的情况来看，本案存在向高端乘用车厂家供货的资格，只是这部分目前还没有放量，并且，根据我们后续的调研求证，我们发现，随着近年国产 BBA 豪车在我国大规模建厂，同时外协厂商技术逐渐成熟，主机厂在逐渐提高外购的比例。根据我们对于这条产业链的调研，我们发现，由于零部件制造企业在细分专业度方面更加聚焦，成本相较主机厂自产零部件有明显的优势，这意味着，主机厂部分核心零部件的订单外流，大概率会形成产业趋势。因此，远期来看，燃油乘用车行业内，存在“核心零部件国产替代”的逻辑。

综上，短期内，各地政府出台汽车首购补贴政策，会拉动乘用车销量增速的上升，同时，换购占比和豪华车渗透率的提升，将会带动曲轴销量的增加。长期

来看，根据人均汽车保有量的对标，行业平均增速在 4% 左右。而且，随着高端乘用车客户的放量，其量价均会有所提升。

因此，塔坚研究假设：*量——2020-2023 年，其曲轴销量参照下游乘用车销量增速 2%，另外，根据公告披露的订单情况，预计到 2023 年其收入将增加 4.82 亿元，之后增速维持人均保有量增速 4%。价——随着本案逐步剥离价值含量较低曲轴，提升高端乘用车以及工程机械和船舶等高附加值曲轴收入占比，未来价格提升空间较大，预测期内，其平均单价有望从现在的 887 提升到行业均价 1520 元。*

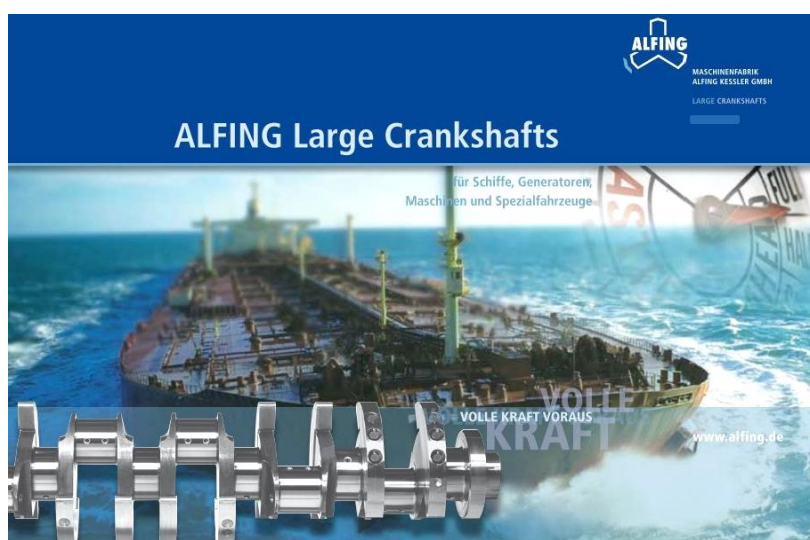
— 06 —



非道路用曲轴



本案曲轴产品，除用于商用车和乘用车之外，还有大约 13% 左右非道路曲轴用于核电、工程机械以及船舶等领域。注意，这部分曲轴的壁垒较高，福达股份通过与德国阿尔芬合资开展业务，主营大型曲轴（1.6 米至 8 米）业务，合资公司于 2019 年 3 月正式投产。合资公司的业绩暂时不会并表，但会通过投资收益的形式影响净利润。据披露，德国阿尔芬为全球 4 米到 8 米大型曲轴制造的龙头制造厂。主要客户有美国卡特彼勒、康明斯、德国曼恩、戴姆勒、保时捷、宝马、大众以及日本三菱重工、MTU、瓦锡兰等。



图：船舶大型曲轴 来源：阿尔芬官网

大型曲轴是动力设备的核心组件，其设计和制造工艺十分复杂，对曲轴的纯净化、强度、硬度及对曲轴毛坯锻件的强度、耐疲劳、抗冲击等性能要求远高于汽车级别。因此，大型曲轴的毛利率要高于中型和小型曲轴的毛利率。

本次募投项目预计毛利率为 30.23%，高于本案平均毛利率 24.22%。由于该部分的公开数据较少，我们仅能粗略推测出合资公司贡献的利润区间，整体推导过程中，我们趋向于采用谨慎的取值对其进行预估，实际情况，可以在后续跟踪和线下调研的过程中进行调整。

根据再融资反馈公告，其定增扩产项目达产后，约 30%的产能将供货给合资公司福达阿尔芬，预计量产时间为 2023 年，我们以此作为合资公司的出货规划。考虑到合资公司目前可以外购原材料，因此，当前预估中，我们直接采用这个产能规划。其预计定增项目的收入为 7.74 亿元，30%的产能作为未来合资公司的物料成本，合资公司的物料成本部分为 2.32 亿元（ $7.74 \times 30\% = 2.32$ ）

亿元)。根据行业惯例预估物料成本占比 40%左右，则可以反推出合资公司收入为 $2.32/40\%=5.81$ 亿元，5.81 亿元可以看做是近期的大致收入体量。

此外，我们再根据行业平均的 10%净利率水平，可以估算出，合资公司的净利润大约有 0.58 亿元，本案持股 50%，则并表净利润为 0.29 亿元，相当于目前净利润的 21.8%，即，该部分在未来三年中，可能会逐步贡献出 20%左右利润增长。由于合资公司的推进进度并不明确，目前，其产能规划也不确定，因此，我们认为，此处在未来存在一定超预期的可能。

综上，其三大块主营业务的预测已经完成，简单做个总结：首先，三大主业均处于景气度向上的过程中，占比较高的重卡和非道路机械的竞争格局较好；其次，乘用车业务一方面受益于行业景气度回升，另一方面，还受益于豪华品牌零部件的国产替代，存在超预期的可能。综上两点，我们认为，其增长和回报同步向上改善的概率较大。

— 07 —



逻辑验证



基本面明确后，我们来看具体的增长数据，《塔坚研究》计算出数据，乐观情况下近三年增速分别为 16.9%、11.4%、12.5%。这里，我们再结合“季度反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：季度反推——通过中报、季报与年报的历史关系，反推出 2020 年收入增速。2015 年至 2019 年，其半年报收入占全年收入的比重在 50%左右，我们选用均值 50%作为参考值。



图：季度营业收入与全年收入占比（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

根据本案 2020 年半年报数据，其营业收入为 8.03 亿元。由此，我们选取历史均值 50%，大致可倒推出 2020 年年收入为 16.06 亿元，同比增速约 6.01%，计算公式：2020 财年收入=半年报收入 8.03 亿元÷50%=16.06 亿元。

方法二：内生增速法——内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。本案近三年的平均分红率为 76.86%，2019 年 ROE 约为 6.67%，计算得出其内生增速为 1.54%。

方法三：外部分析师预测——这里我们选取 180 天内 1 家机构对本案 2020 年-2022 年的预测，预测营业收入增速为 **13.22%、10.38%、13.47%**；利润增速为 **23.02%、12.8%、20.00%**。

渤海证券——随着公司持续扩大客户群带来新订单，并加大高端产品的研发生产，市场份额预计将持续增长，其中，国外市场预计会成为公司的中长期增长点。假设 2020 年至 2022 年收入增速分别为 13%、10%、13%。**至此，收入层面已经分析完毕，接下来，我们看另一个问题：其他核心指标，该如何测算？**

— 08 —



利润表、营运资本



收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的预测，对于本案来说，利润表预测的关键在于毛利率和资本支出。对于利润率、营运资本变动等，详见专业版报告中的 Excel 建模表，此处不再详细叙述。

	可比公司	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
销售毛利率（单位：%）	福达股份	24.36	26.68	24.68	22.56	24.22
	天润工业	25.64	28.53	26.77	25.73	26.23
	铁流股份	33.39	35.14	31.62	26.94	25.89
	双环传动	25.09	22.45	22.72	20.31	17.96
	长春一东	28.74	32.55	31.02	28.79	27.73
	远东传动	30.01	31.24	30.04	30.82	32.94
应收占比（单位：%）	福达股份	35.11	36.36	28.19	24.62	29.12
	天润工业	29.95	35.55	32.84	26.11	26.15
	铁流股份	9.91	13.00	13.33	15.63	14.70
	双环传动	25.17	23.74	22.58	21.74	25.54
	长春一东	37.39	40.51	24.49	31.90	24.67
	远东传动	38.34	31.59	24.15	24.10	29.40
存货周转率（单位：次）	福达股份	2.62	2.87	3.12	2.81	2.79
	天润工业	2.10	2.49	3.29	2.86	2.61
	铁流股份	3.78	3.35	3.37	3.30	4.07
	双环传动	1.67	2.14	2.54	2.38	2.30
	长春一东	3.93	4.07	3.69	4.22	5.06
	远东传动	2.36	3.06	4.86	4.97	4.67
资本支出占比（单位：%）	福达股份	10.33	7.16	18.19	14.82	13.10
	天润工业	19.61	16.54	7.06	7.57	8.10
	铁流股份	11.75	6.25	6.47	6.79	7.69
	双环传动	20.20	35.72	53.20	45.20	22.06
	长春一东	12.51	10.71	8.15	5.85	4.15
	远东传动	1.18	1.24	0.75	0.53	3.05

图：毛利率、营运资本、资本支出（单位：%、次） 来源：塔坚研究

以上，关于估值建模的绝大多数假设都已完成，我们进入本报告核心的部分——建模，到底如何测算？

— 09 —



建模，到底如何操作？



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

- 1) **行业天花板：**曲轴是发动机的核心零部件，应用在商用车、乘用车、工程机械、船舶、核电等多个机械领域，行业空间较广，不仅局限于汽车行业。

- 2) **未来增长驱动力：**短期内，其增长驱动力来自基建加码驱动下游重卡、工程机械用车景气度延续，以及乘用车市场销量回暖；长期来看，全球化分工的大趋势下，国际一线整车厂降低自制率，将曲轴零部件委托外部加工，以及新拓展的高端装备船舶用曲轴开始放量。
- 3) **投入资本回报：**2017 年至 2019 年，加权 ROE 为 6.48%、5.34%、6.69%；ROIC 为 5.67%、5.27%、6.1%。剔除现金 ROIC 为 4.86%、5.13%、6.91%。由于总资产周转率的提升，2019 年 ROE 水平上升，预计随着自动化产线投入使用，总资产周转率将驱动 ROE 逐年改善。
- 4) **护城河分析：**1) 深度绑定一线整车厂，客户结构向国际化转型。2017 年-2019 年，本案相继进入宝马、沃尔沃、奔驰等国际整车厂的供应链；2) 产品结构价值量提升。本案逐渐向价值量更高的高端装备突破，与德国阿尔芬成立合资公司，向技术壁垒更高的大型曲轴突破。
- 5) **从竞争格局上来看：**乘用车领域，福达股份是少有的配套发动机核心零部件的内资厂商，由于曲轴技术壁垒较高，豪华及合资品牌过去一般自主生产。近三年，其优化客户结构，打入宝马、奔驰、沃尔沃、通用供应链，由于此类整车厂认证严格、周期长，在国内乘用车用曲轴市场，福达有较强的竞争力；商用车曲轴领域竞争格局相对稳定。
- 6) **风险因素：**A、重卡销量不及预期；B、乘用车销量受新能源汽车冲击，继续下滑；C、国际车厂认证严格，无法达到预期供货量。

.....

以上为本报告部分内容

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.8	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万人民币, 特殊说明除外)													
	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	25,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性资产减少【期初-期末】				-2,682	-2,338	-2,790	-2,558	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-85
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口期的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,307	4,684	5,056
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模、财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，了解更多，请关注公众号“并购优塾”。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

了解更多，可咨询工作人员：zhiyi52020

— 15 —

除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加**微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

